

欧州G10通貨週報

2025年7月7日

みずほ銀行欧州資金部
シニアストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

直近の主な動き一覧（1/2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 政治	リーブス英財務相の辞任観測 を巡り、英国債利回りが急騰。（7月2日）	スターマー首相はこれまで、リーブス氏が次の総選挙まで財務相として勤め上げると語っていたが、福祉改革法案で妥協を余儀なくされた後、7月2日の議会における下院の首相質疑で、リーブス氏への全面的な支持について明言を避けたことが市場の疑念に火をつけた形に。その後、スターマー首相は、リーブス氏に対する揺るぎない信頼を表明し、いったん市場は沈静化に向かったが、秋季の予算案で英政府は厳しい選択を迫られる公算が強く、再び英国債市場は混乱に向かう恐れが大きい。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏の6月HICP は前年同月比+2.0%の伸び。（7月1日）	市場予想およびECBのインフレ目標と合致。5月の同+1.9%からはわずかに上昇したものの、全体としてインフレ率が抑制されつつある状況には変わりがない。デギンドス副総裁らECB当局者発言も、ユーロ高によるインフレ率の一段の低下の可能性を指摘するものが目立ちつつあり、追加利下げの可能性は高いと考えられる。
ユーロ圏 外交	7月9日の交渉の最終期限を前に EUと米国との間で緊迫した通商交渉 が続いている。	トランプ大統領が提案した10%の一律関税に対し、EUは医薬品や半導体などの重要産業分野での例外措置を求めている。もし交渉が不調に終われば、最大50%の報復関税がアメリカ製品に課される可能性がある。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏 外交	中国政府は、7月下旬に予定されていたEU・中国首脳会談の2日目を突然キャンセル。（7月4日）	当初の予定では、欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長らが、7月24日に北京で習近平国家主席および李強首相と会談し、翌25日に安徽省合肥でビジネスサミットを行う予定だった。しかし、中国側の要請により北京での1日のみの開催となることに。ウクライナ戦争に対する立場の違いや、通商政策を巡る対立が背景にあると見られる。EUは中国によるレアアース輸出制限や国家補助金による産業支援を批判している一方、中国はEUの電気自動車への関税措置を批判し、欧州産ブランドや乳製品、豚肉への反ダンピング調査を実施している。
スイス 経済	スイスの6月CPIは前年比+0.1%と5月の同▲0.1%から上昇。（7月1日）	市場予想では5月と同様に同▲0.1%に落ち込むと見られていた。根強いフラン高に伴う輸入物価押し下げ圧力に悩まされてきたスイス国立銀行（SNB）にとっては、一息ついた形に。6月会合でSNBは追加利下げを実施、政策金利を0%に引き下げると共に、マイナス金利の再導入を辞さない姿勢を示していた。
	米国とスイスの貿易合意の草案には、スイスの医薬品輸出に関する関税優遇措置が盛り込まれる見通しとブルームバーグが報じる。（7月4日）	スイスは世界有数の製薬輸出国であり、医薬品はスイスの輸出の約40%を占め、その6割が米国向け。トランプ氏がスイスの医薬品輸出に対する関税優遇措置に最終的に同意するかは不透明感が残るが、実現すればスイスにとって製薬産業の国際産業力維持につながる重要な外交成果となる。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「オアシスの復活公演は、英国CPIを押し上げるか？」

7月4日に英国の往年の人気ロックバンド「オアシス」が16年ぶりに復活公演を行いました。英国を構成するウェールズの首都カーディフを皮切りに、7月から8月にかけてマンチェスター、ロンドン、アイルランド・ダブリンで順次公演を行った後、ワールドツアーが続く予定です。

オアシスのツアーは英国とアイルランドで計17公演、観客動員数は約140万人、推定経済効果は約10億ポンド（約2,000億円）と見込まれています。これだけのビッグイベントですので、経済的なインパクトに対する関心も高まりつつあります。引き合いに出されるのが米国の人気歌手テイラー・スウィフトが2023年から2024年にかけて世界各国で行った「Eras Tour」の英国公演です。2024年6月の英国CPIは前年同月比+2.0%と、5月の同+2.0%から横ばいだったものの、「レストラン・ホテル」や「輸送」の項目が顕著に上昇しており、「Eras Tour」による需要増の影響だったと見られています。

オアシスの復活公演も、その規模・話題性から言って、テイラー・スウィフトの公演と同等か、それ以上の影響が英国のCPIに及ぶ可能性があります。既に宿泊・交通需要の集中が報じられているほか、オアシスの復活公演ではプライマリー・セールス（第一次販売）の段階でチケット代が高騰したことが理由に挙げられます。

オアシスの復活公演のチケット代高騰の背景として取りざたされているのが「ダイナミック・プライシング」と呼ばれるアルゴリズムです。日本でも東京ディズニーランドのチケットで導入されていることをご存じの方も多いと思いますが、需要に合わせて価格設定が行われるものです。私がオアシス復活公演のチケット争奪戦に参加した経験から言うと、販売直後に間もなくロンドン公演は即完売、ダブリンでの公演のチケットが辛うじて残っていたものの、提示された1枚340ポンド（6万円超）のチケット価格に戸惑っているうちに売り切れてしまった苦い記憶があります。チケットの価格高騰に対しては、オアシス側も「このような状況になるとは聞いていなかった」として運営会社を批判する顛末がありました。ただし、英国競争・市場庁（CMA）は、問題になったオアシスのチケット販売での価格高騰において「ダイナミック・プライシングが使われた証拠は見つからなかった」、「低価格帯が完売した後、間もなく高価格帯が販売されただけ」と説明しており、真相は不明です。

CPIの中でチケット代が含まれるのは「Cultural services」（CPIにおけるウェイトは約1.2%）の項目ですが、チケット価格は再販価格ではなく、一次販売価格が集計されます。そのため、2024年のテイラー・スウィフトの公演は、一枚1,000ポンド（約20万円）を超える金額までリセール価格が高騰したものの、CPIの押し上げ効果は限定的でした。ただ、今回のオアシスの公演は上述の通り、一次販売の段階でチケットが高騰したため、CPIにもダイレクトに影響が出てくる可能性があります。

リーブス英財務相の辞任観測を巡り、英国債利回りが急騰。（7月2日）

事案の整理

【福祉改革の頓挫】

スターマー政権は、増大する国防費や英国政府の野心的なインフラ支出策のための資金捻出と、財政の健全化を両立させるため、障害者手当の削減や冬季燃料手当の廃止などを通じて、約99億ポンドの歳出削減を目指してきた。

しかし、与党・労働党は下院全650議席中412議席と過半数を大幅に上回る勢力を占めるにも関わらず、これらの福祉削減には労働党内からの反発が根強く造反が拡大したために、これらの改革案は相次いで撤回された。修正後の法案では45億ポンドから50億ポンドの財源が失われる公算。

この状況はスターマー首相やリーブス財務相の求心力にとって打撃となる。特に障害者手当の見直しでは、120人以上の労働党議員が反対していると報じられており、党内の分裂が表面化している。

【レイチェル・リーブス財務相の辞任のリスク】

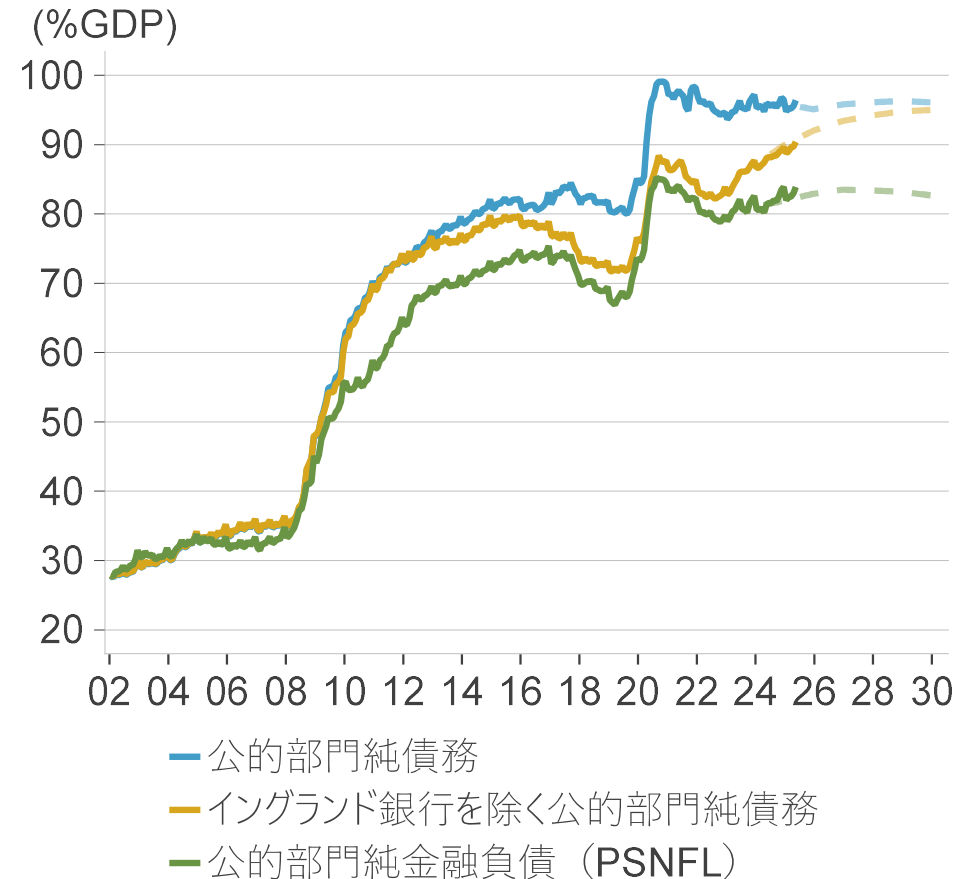
昨年の選挙で地滑りのように勝利した労働党政権は、増税を避けた選挙公約と、政府債務対GDP比率の増加を防ぐための財政ルール順守の姿勢、財源不足の現実との間で、政策選択の余地が極めて狭まっている。

（現行の財政ルールでは、公的部門純金融負債（PSNFL）を予測期間終盤の2029～30年度までに、現在の水準から低下させることが求められている。）

スターマー首相はこれまで、リーブス氏が次の総選挙まで財務相として勤め上げると語っていたが、7月2日の議会における下院の首相質疑で、リーブス氏への全面的な支持について明言を避けた。議会で首相の隣に座っていたリーブス氏は、スターマー氏の発言前から動揺した様子で、涙を拭くような仕草を見せた。労働党の報道官は「個人的な理由」と説明したが、リーブス氏の辞任観測が急浮上し、市場は不安定化した。

リーブス氏が辞任するにせよしないにせよ、福祉改革が頓挫した以上は、(1)増税、(2)財政ルールの見直しと国債の発行増額、(3)防衛費やインフラ支出の削減、といった選択肢を取る必要がある。マーケットの反応を見る限り、リーブス氏から財務相が交代し、後任の財務相は(2)の財政ルールの見直しと国債の発行増額、に傾く可能性が意識されていると見られる。

英国 公的債務残高



注：点線は英国予算責任局（OBR）の予測を表示。

（出所：英国家統計局（ONS）、英国予算責任局（OBR）、マクロポンド、みずほ）

スターマー首相は、リーブス氏に対する揺るぎない信頼を表明し、いったん市場は沈静化に向かったが、秋季の予算案で英政府は厳しい選択を迫られる公算が強く、再び英国債市場は混乱に向かう恐れが大きい。

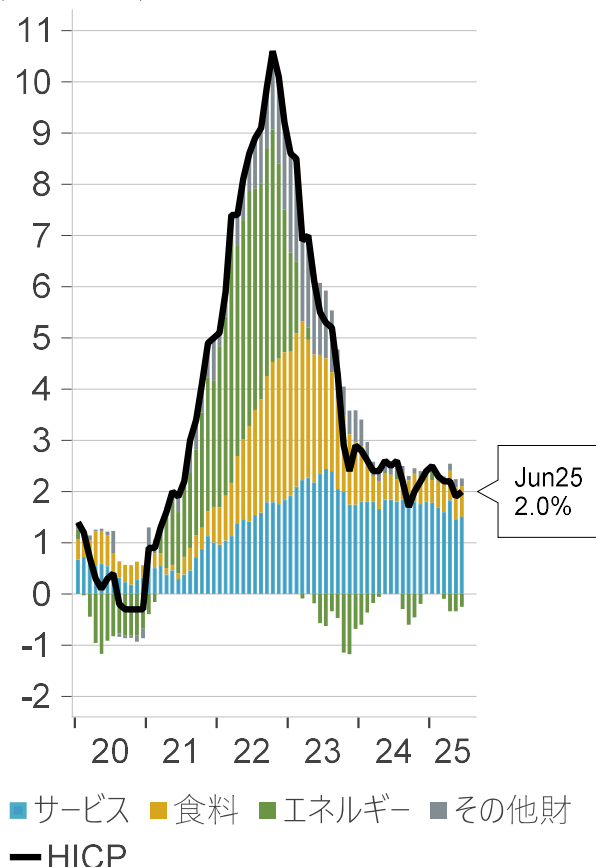
ユーロ圏の6月HICPは前年同月比+2.0%の伸び。(7月1日)

ユーロ圏 EU基準消費者物価指数（HICP）

ユーロ圏HICP内訳

ユーロ圏主要国 HICP（前年比）

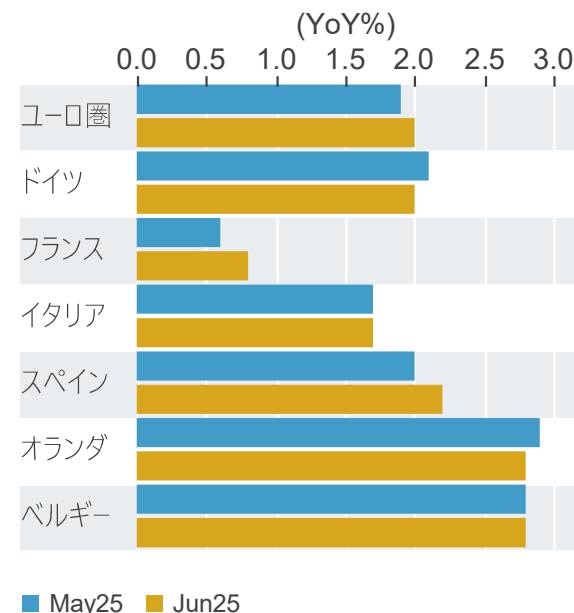
(前年比%)



(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

	ウェイト 2025	May25 (YoY%)	Jun25 (YoY%)
ユーロ圏HICP	100.0	1.9	2.0
コアシリーズ			
エネルギーを除く	90.6	2.5	2.5
エネルギー、未加工食品を除く	86.3	2.4	2.4
エネルギー、食料品、アルコールとタバコを除く	71.3	2.3	2.3
食料品、アルコール&タバコ	19.3	3.2	3.1
エネルギー	9.4	-3.6	-2.7
非エネルギー生産財	25.6	0.6	0.5
サービス	45.6	3.2	3.3

(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

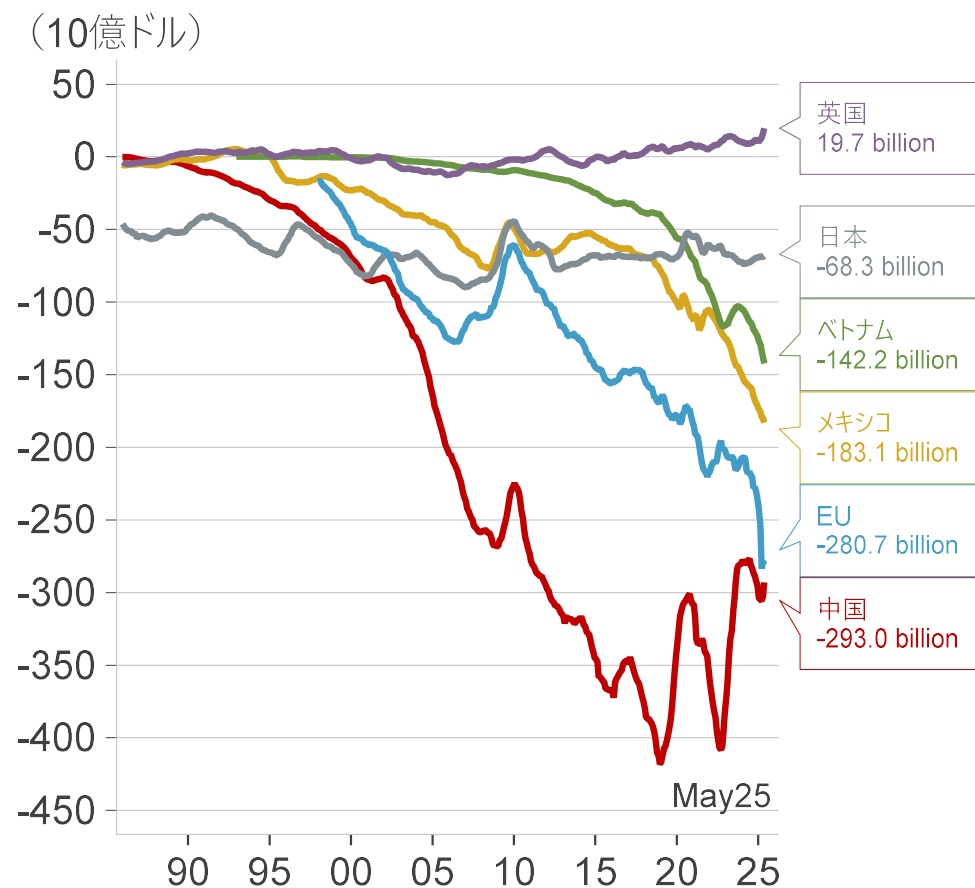


(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

市場予想およびECBのインフレ目標と合致。5月の同+1.9%からはわずかに上昇したものの、全体としてインフレ率が抑制されつつある状況には変わりがない。デギンドス副総裁らECB当局者発言も、ユーロ高によるインフレ率の一段の低下の可能性を指摘するものが目立ちつつあり、追加利下げの可能性は高いと考えられる。

EUは米国との間で7月9日の交渉の最終期限を前に緊迫した通商交渉が続く

米貿易収支



注：12か月累計値を計算
(出所：米国国勢調査局、マクロボンド、みずほ)

2024年のEUから米国への輸出 上位10品目

	品目分類	億ユーロ	比率(%)
1	医薬品・医療用製品	1200	22.5%
2	自動車(完成車および部品)	510	9.6%
3	一般産業用機械・設備	340	6.4%
4	電気機器・電気部品	320	6.0%
5	特定産業向け機械(食品加工用等)	270	5.0%
6	航空機および宇宙関連機器	250	4.7%
7	精密機器・光学機器	220	4.1%
8	化学製品(医薬品を除く)	200	3.8%
9	鉄鋼および非鉄金属製品	180	3.4%
10	プラスチックおよびゴム製品	160	3.0%

注：SITC分類(2桁)を使用。
出所：Eurostat、みずほ

トランプ大統領が提案した10%の一律関税に対し、EUは医薬品や半導体などの重要産業分野での例外措置を求めている。もし交渉が不調に終われば、最大50%の報復関税がアメリカ製品に課される可能性がある。

欧州G10通貨中期見通し（2025年6月30日時点）

	Spot	2025 Sep	Dec	2026 Mar	Jun	Sep
VS USD						
EUR/USD	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19	1.18
GBP/USD	1.36	1.36	1.36	1.37	1.37	1.38
USD/CHF	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.82
USD/NOK	10.1	10.0	9.8	9.7	9.6	9.6
USD/SEK	9.5	9.3	9.2	9.1	9.0	9.0
VS EUR						
EUR/GBP	0.85	0.86	0.87	0.87	0.87	0.86
EUR/CHF	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.80	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.06	10.9	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	169.2	170	172	171	173	172
GBP/JPY	198.3	197	199	197	199	201
CHF/JPY	180.6	179	181	179	180	178
NOK/JPY	14.3	14.5	14.9	14.9	15.1	15.2
SEK/JPY	15.3	15.6	15.8	15.9	16.1	16.3
USD/JPY	145.4	145	146	144	145	146

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「みずほ中期為替相場見通し」（2025年6月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年6月30日時点

英ポンド

財政リスクが英国金融市場の不安定化要因に

•6月の英ポンドは対ドル相場は続伸、対ユーロ相場は大幅反落となった。ポンドの対ドルでの上昇は、ユーロと同様に、米国から欧州への資金ローテーションの流れが強まっていると見られることが一部に影響している可能性が高い。一方、英国金融市場に対するマーケットの評価を見極めるうえでは、対ユーロ相場が重要であろう。このところユーロに対するポンドのパフォーマンスが続いている背景には、ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、これまで比較的堅調と見られてきた英国景気に減速懸念が強まっていることが影響していると見られる。

6月発表の経済指標では、給与取得者が5月に10万9000人減少。過去5年で最大の落ち込みになったことが注目を集めた。2025年2月～4月の3カ月間の賃金上昇ペース（賞与を除く）も1月～3月の前年比+5.5%から同+5.2%へと大幅に鈍化し、労働市場の悪化が顕著となっている。リープス財務相による企業の人件費負担の増加の影響を回避するために、企業が人員整理に動いている可能性が高い。4月の英国GDPは前月比▲0.3%減と1年半ぶりの大幅な落ち込みになった。

イングランド銀行(BOE)は6月会合で市場予想通り政策金利を4.25%で据え置いたが、MPCの投票は据え置きが6人、利下げが3人となり、利下げ票が事前に見込まれていた2人よりも多かった。さらに、議事録の中で、労働市場の軟化がインフレ率の鈍化につながる可能性について指摘されていたこともハト派的に受け止められ、直後には英ポンドはやや軟化した。

当面は、財政リスクが英国金融市場の不安定化要因となる。スターマー首相は、6月26日に障害者給付金の削減案の修正に同意した。労働党は下院全650議席中412議席と過半数を大幅に上回る勢力を占めるにも関わらず、社会福祉削減には労働党内での反発が根強く造反が拡大したために、方針転換を余儀なくされた格好である。市場の反応はこれまでのところ限定的だが、今後、英国政府は増税、国債の増発ないしインフラなどの支出削減を迫られる恐れが強まっている。

ユーロ

「良い金利上昇」と共にユーロ買いが促される筋合いに

•6月のユーロ相場は上昇した。「有事のドル買い」の中でもユーロ相場は大崩れせず、市場心理の改善と共に大きく買い戻されている。4月以降話題となる米国から欧州への資金ローテーションについて真偽は判然としないが、4月の対米証券投資統計などを踏まえる限り、その潮流は完全には否定できない。NATO首脳会議の防衛費支出目標の引き上げ、これに付随する欧州再軍備計画は拡張財政路線に伴う域内資本ストックの蓄積を期待させる動きと考えられる。理論的には域内の潜在成長率を押し上げる話であり、域内市場では良い金利上昇と共にユーロ買いが促される筋合いにある。なお、ECBの金融政策は、7月以降、利下げ路線の凍結も想定され、この点もユーロ買いを促すだろう。もっとも、4月以降に見られてきたユーロ/ドル相場の騰勢は明らかに欧米金利差から正当化されず、ドルー強体制の瓦解まで織り込んだ価格形成であった。ECBの利下げ停止は確かにユーロ買いを招くとしても、仮に関税政策を中心としてトランプ政権の政策がある程度正気を取り戻すのであれば、「欧米金利差が縮小する」という理由だけでユーロ高が持続するのも難しいのではないかと。

注：ユーロの見通しの概要は「みずほ中期為替相場見通し」（2025年6月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（スイスフラン、北欧通貨） 2025年6月30日時点

スイスフラン

スイス国立銀行は追加利下げを実施し、マイナス金利再導入を辞さない姿勢を示す

- スイスフランはイスラエルによるイランへの攻撃に伴い、安全資産需要の高まりからフランに上昇圧力がかかる場面もあったが、6月を通して見れば、対ユーロで横ばいとなった。スイス国立銀行(SNB)が6月会合で政策金利を25bp引き下げ0%としたこともフラン買いをやや抑えただろう。SNBはフラン高に伴う輸入物価の抑制によって、CPIが大幅に下落したことに対応した。シュレーゲル総裁は「今後も状況を注視し、必要に応じて金融政策を調整する」、「必要であれば外国為替市場で行動する用意がある」と表明し、マイナス金利の再導入や、為替介入の再開も辞さない姿勢を示している。
- もっとも、ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、対ユーロで見たフランの騰勢は抑えられる可能性が高く、SNBはやや一息つける形となりつつある。金融機関への負の影響も大きいマイナス金利の再導入はまだ差し迫った政策オプションではないように思われる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行はサプライズ利下げを実施

- ノルウェークローネは6月に対ユーロで2.4%下落した。ノルウェー中央銀行は6月にサプライズ利下げを実施し、政策金利を25bp引き下げ4.25%とした。ブルームバーグが調査した17名のエコノミストは全員が据え置きを予想していた。ノルウェー中銀はインフレが十分に抑制されており、今年さらに金融緩和が可能、との見方を示した。
- 中東情勢の緊迫化を端緒とするエネルギー価格の高騰が、産油国通貨でもあるクローネの下支え要因となる可能性はあるが、ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、クローネの対ユーロ相場での上値は抑えられそうだ。

スウェーデンクローナ

9月会合でのさらなる利下げの可能性が浮上

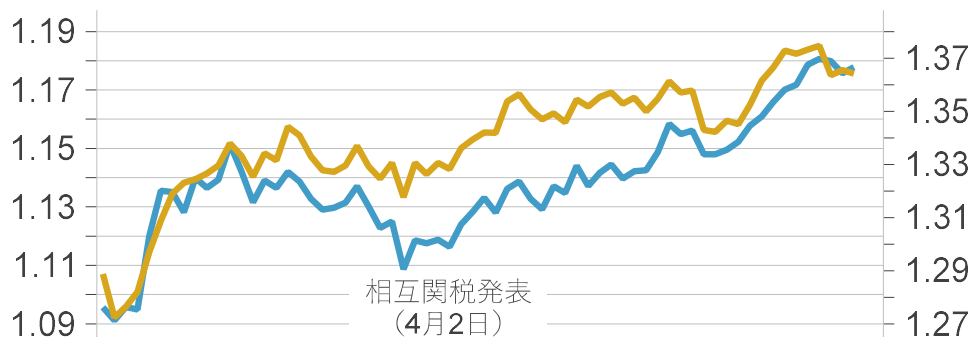
- スウェーデンクローナは6月に対ユーロで2.3%下落。スウェーデン・リクスバンクは6月会合で政策金利を25bp引き下げ2.0%とした。政策金利は2年半ぶりの低水準となった。さらに、追加利下げの可能性を示唆。国内経済の持ち直しが予想より鈍いことを背景に挙げている。9月会合でのさらなる利下げの可能性が浮上した形だ。
- ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、リクスバンクのこうしたハト派姿勢は、クローナの上値を抑えるものとなる公算が大きい。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

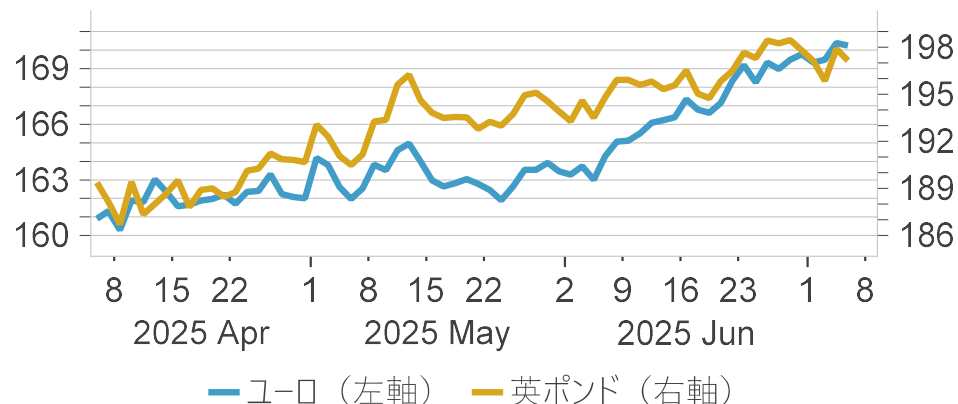
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

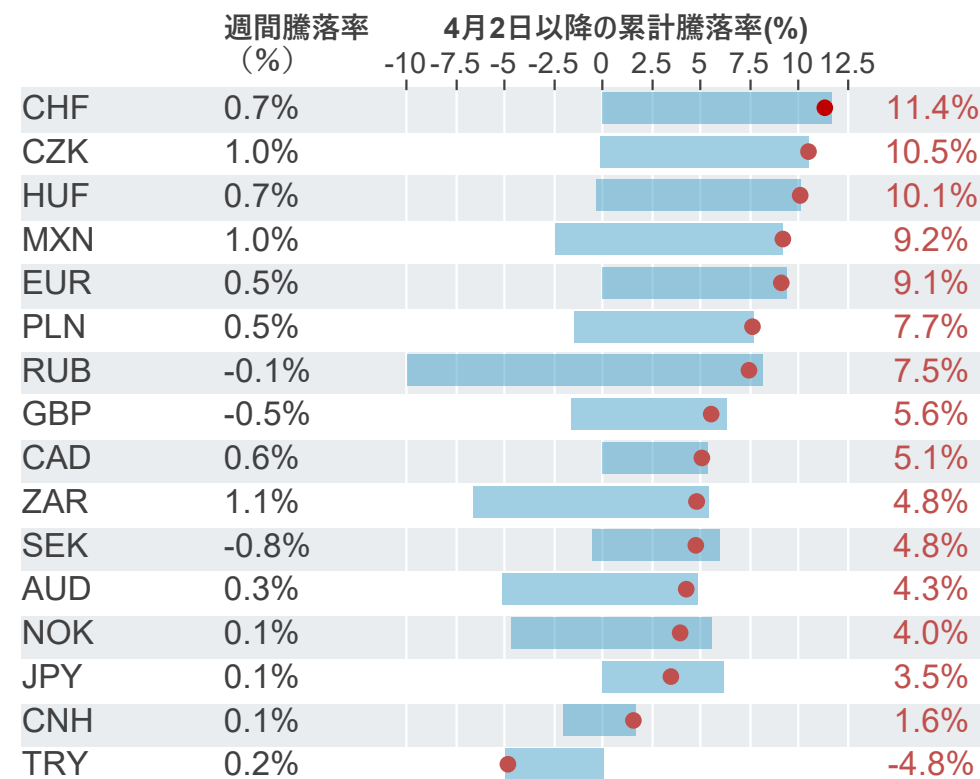


【対円レート】



Data as of 04 July 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

4月2日の相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス



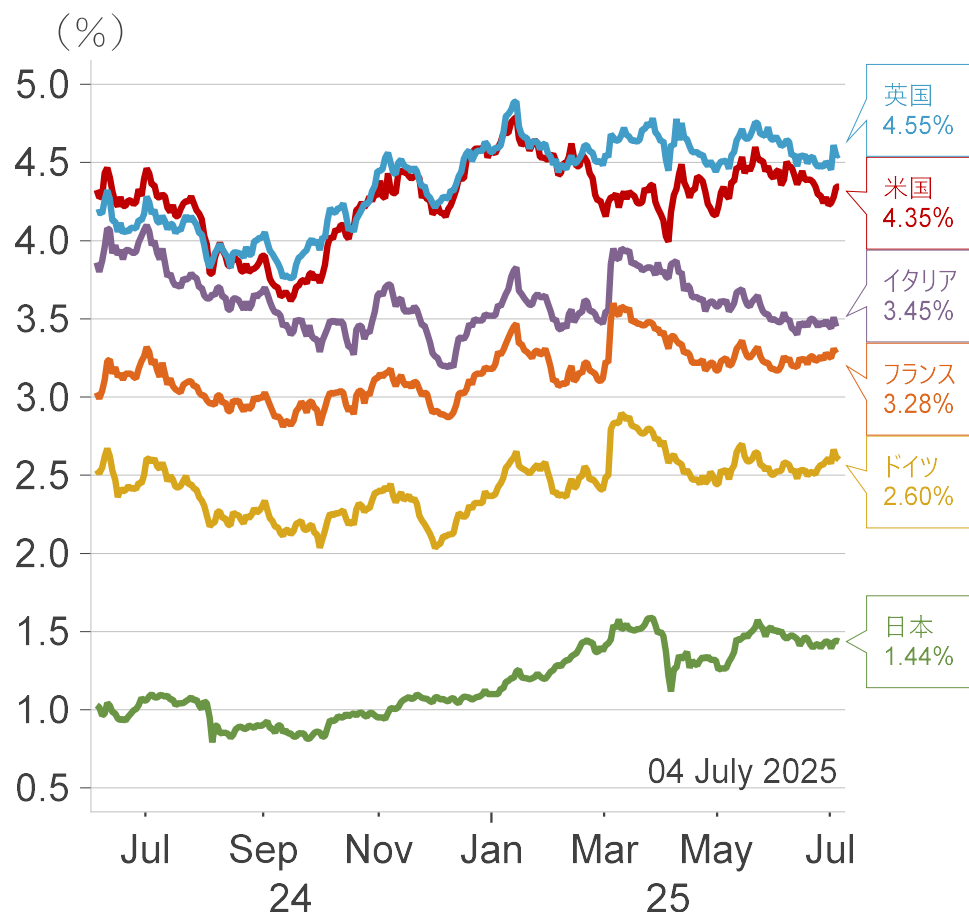
■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 04 July 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

先週は米関税を巡る懸念が強まるなか、ユーロ相場は対ドルで方向感に欠く展開となる一方、対円では175円と1年ぶりの高値に達した。ポンドはリーブス財務相の辞任観測を受けて大きく下落している。

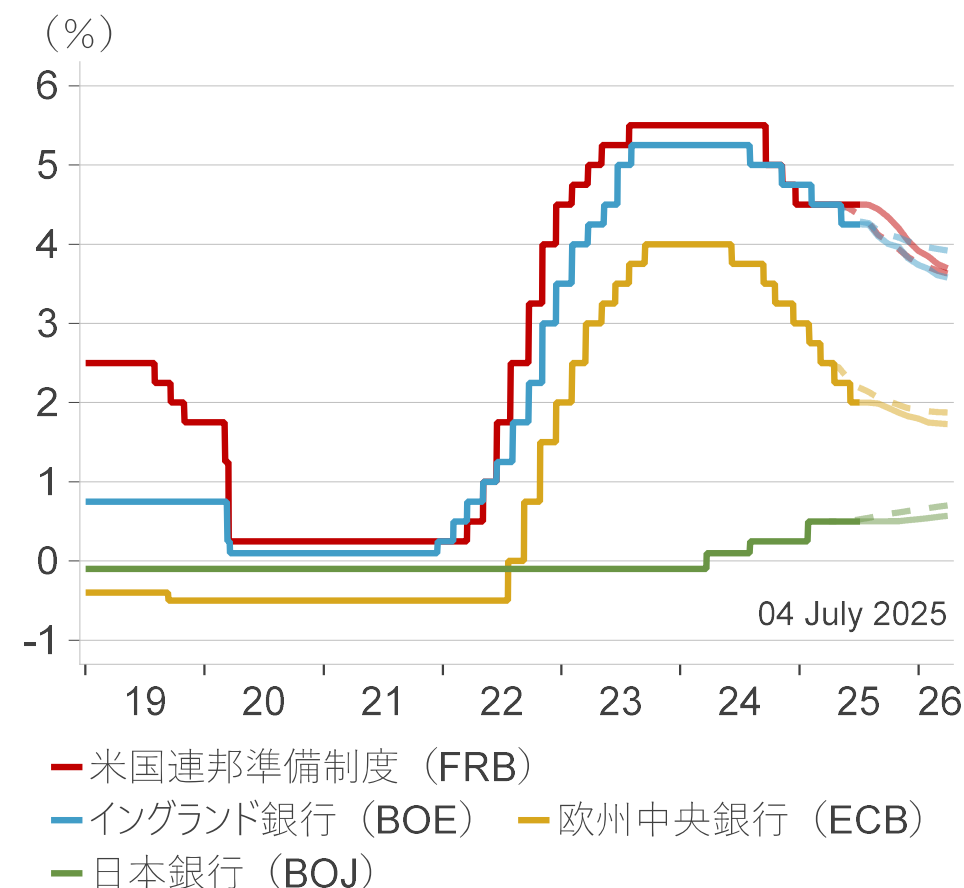
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

主要中央銀行 政策金利

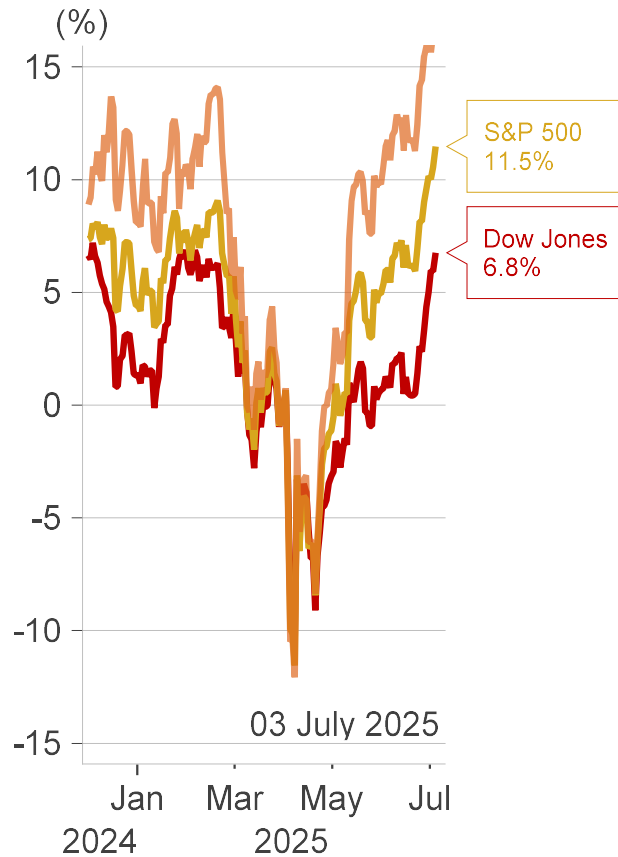


注：点線は2025年4月1日時点の市場の織り込み。
(出所：フルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

英国で7月2日にリーブス財務相の辞任リスクが意識されたこともあり、英国債（ギルツ）の長期～超長期利回りが急騰、他市場にも波及する場面があった。さらに、7月3日発表の米雇用統計が強い結果になったことや、米下院でトランプ氏が進める減税法案が可決したことを受けて、米国債を中心に世界的に長期債利回りが押し上げられている。

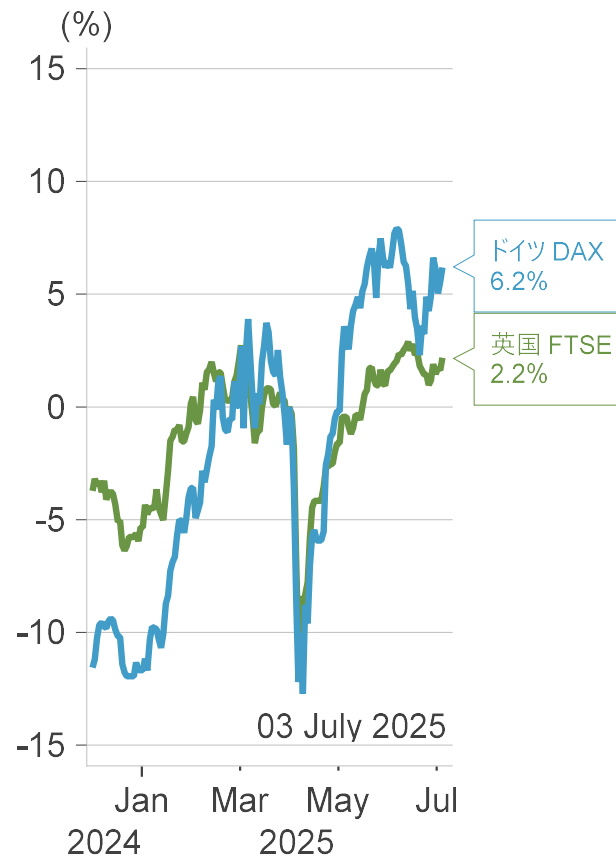
マーケットデータ③ 株式市場

米国



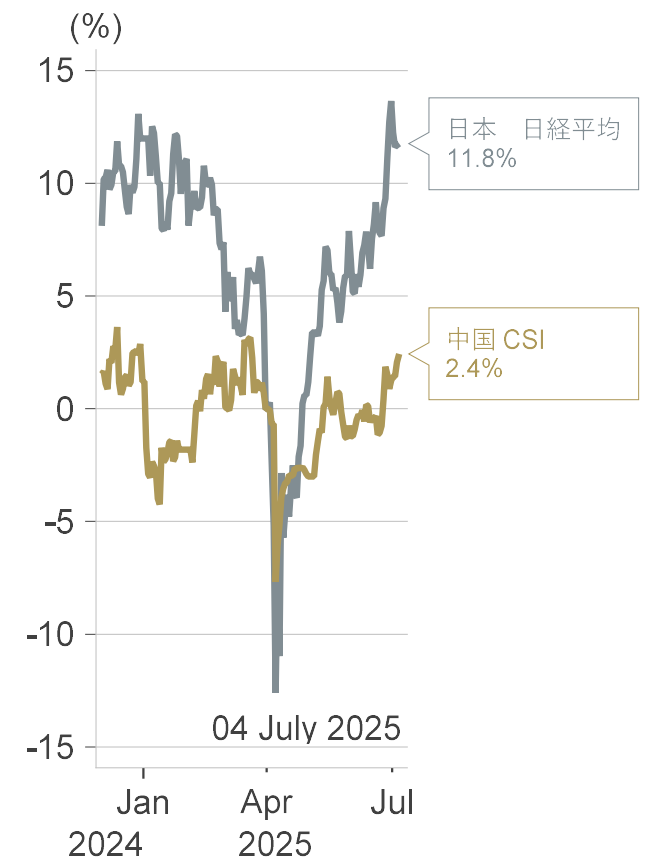
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

欧州



注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

日本、中国

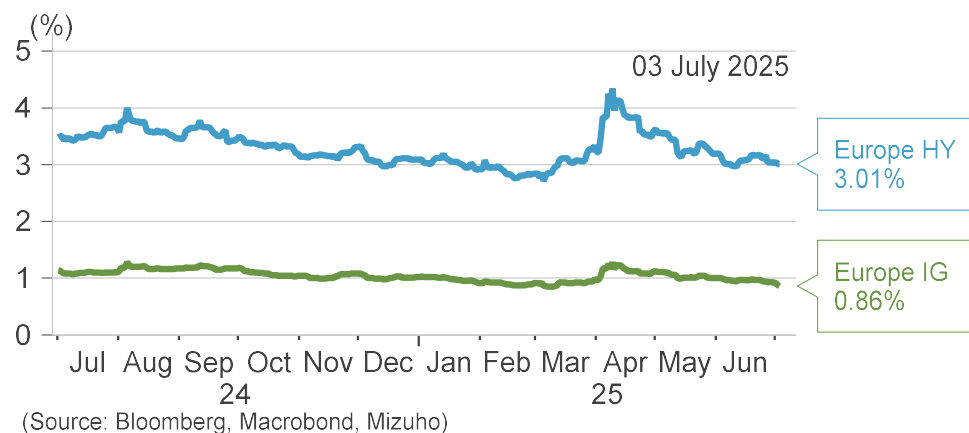


注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

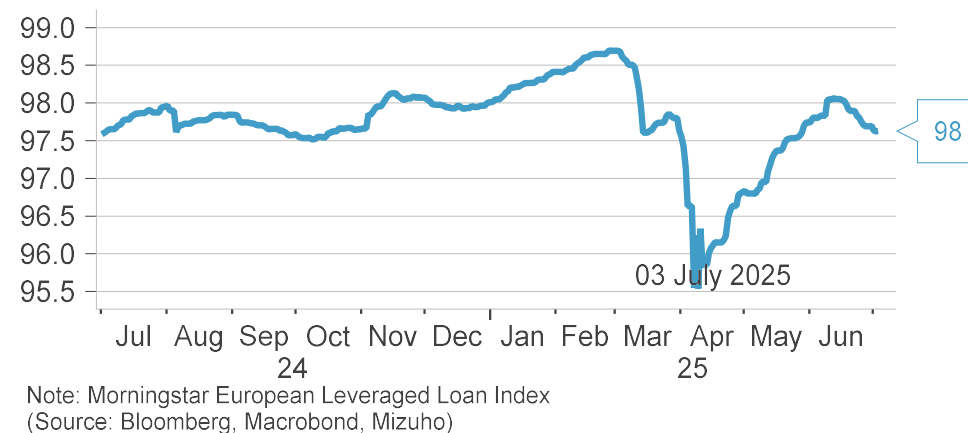
7月3日、米下院はトランプ政権の看板政策である大型減税・歳出法案（大きく美しい1つの法案）を僅差で可決。市場は同法案の可決を織り込む形で、米国を中心に世界的に株価が上昇している。一方、トランプ大統領が、複数の国に対し一方的に高関税を適用することを知らせる手紙を送ると発言したことを受けて、日経平均は下落に転じた。

マーケットデータ④ クレジット市場

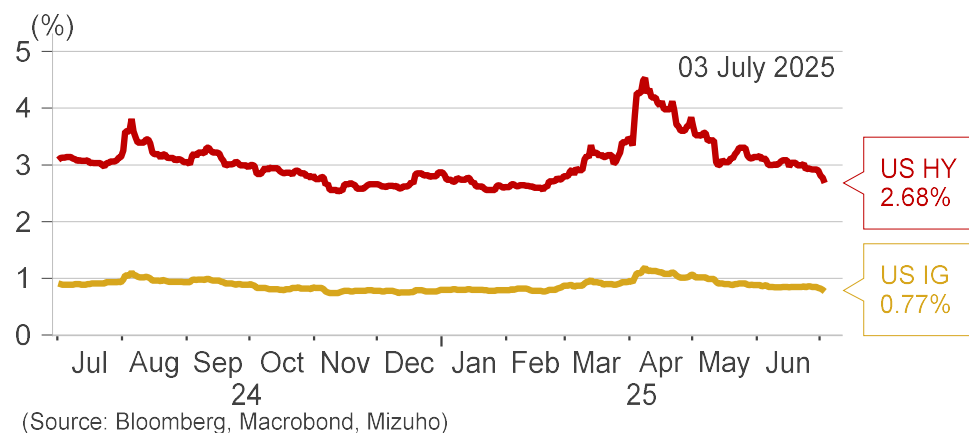
欧州 クレジットスプレッド



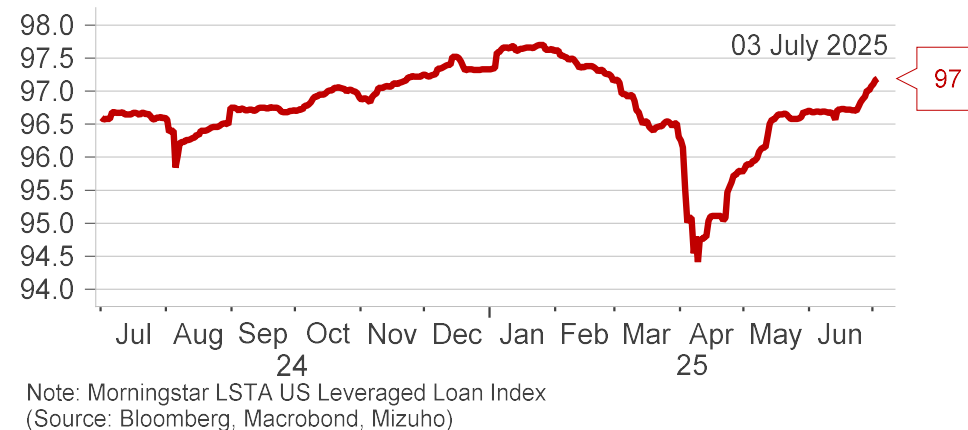
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド



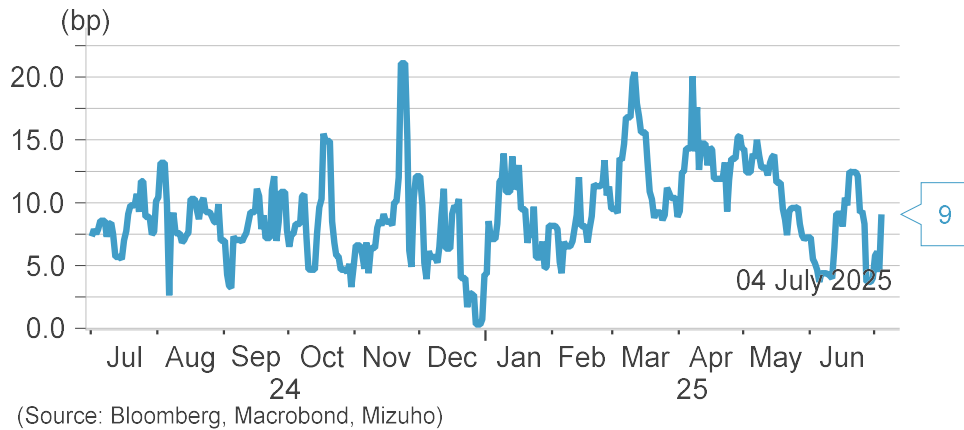
米国 レバレッジドローン



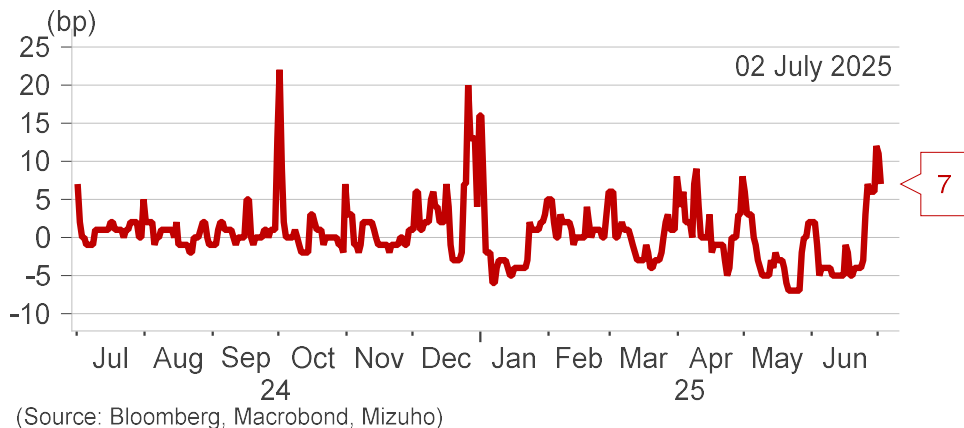
13日の金曜日に発生したイスラエルによるイランの攻撃と、その後のイランによる報復攻撃を受けて、クレジットスプレッドはややワイド化していたが、ほぼ攻撃前の水準に戻った。

マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

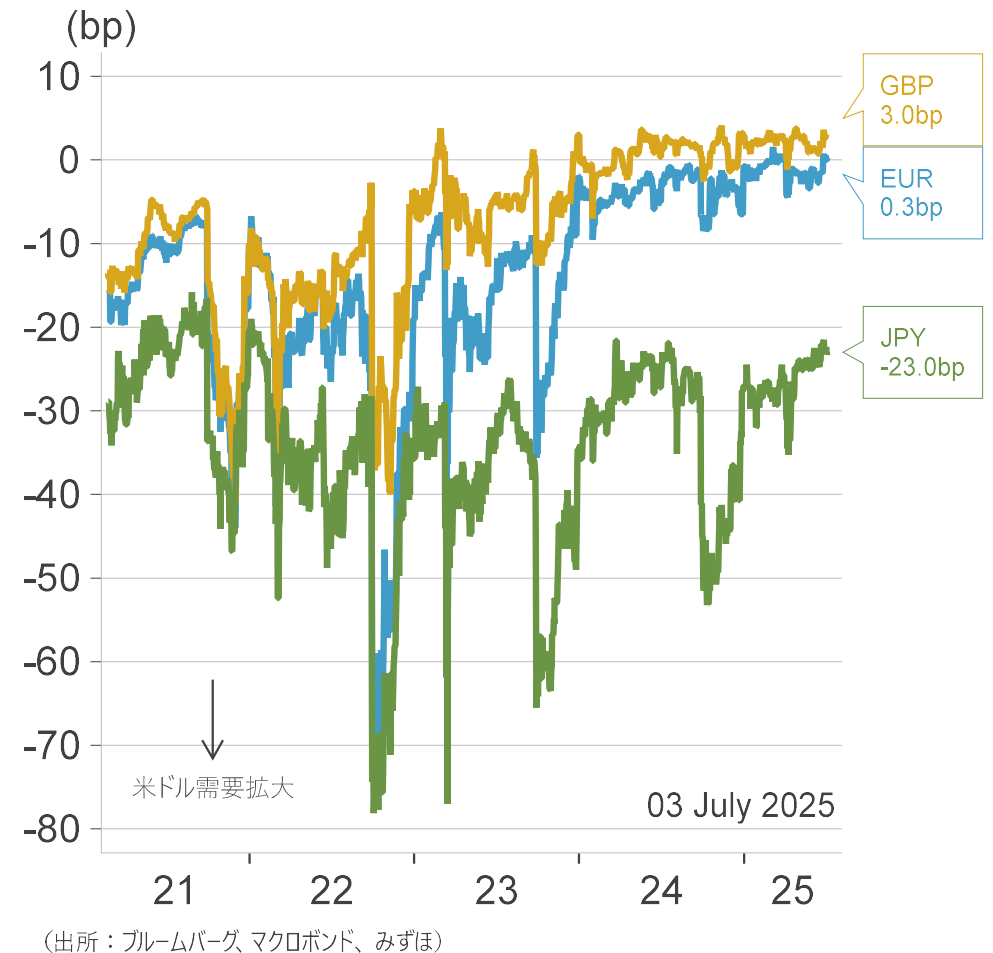
欧州 Euribor-OIS



米国 SOFR-OIS

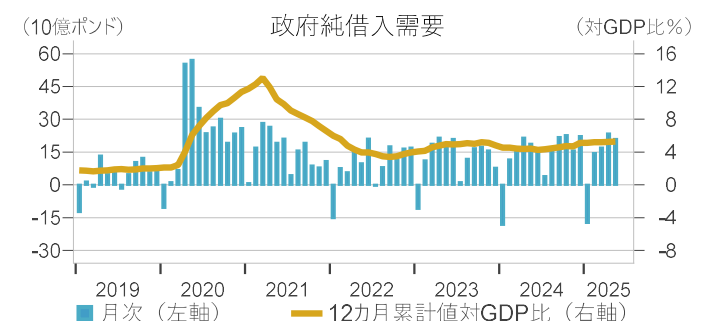
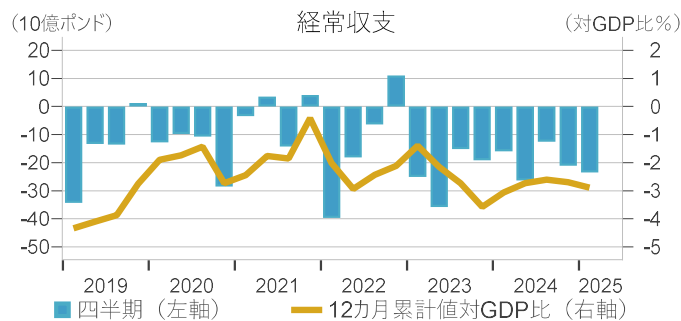
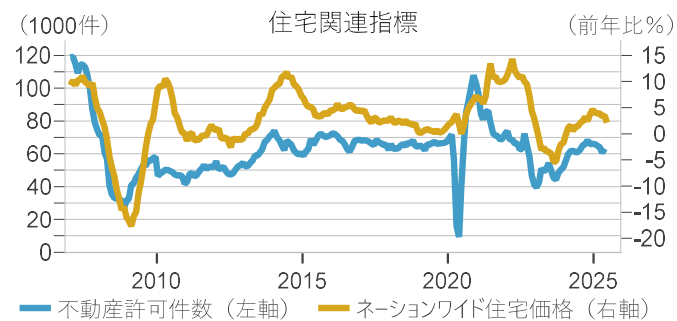
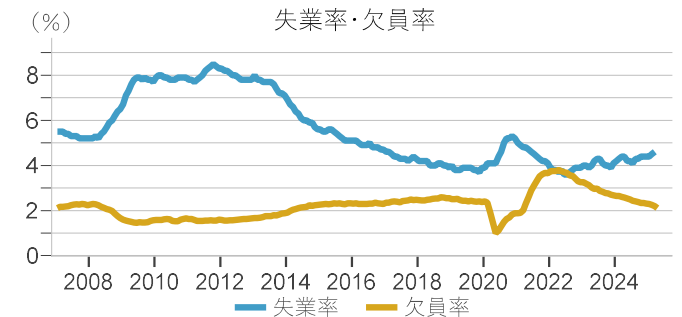
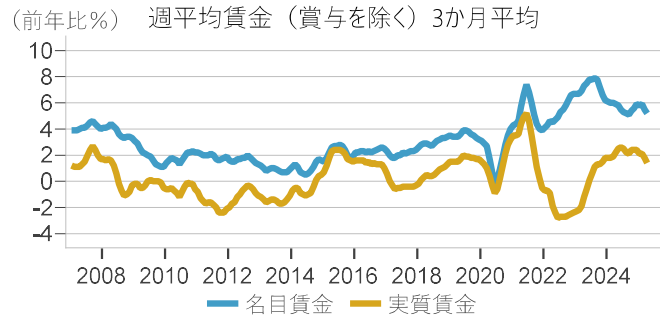
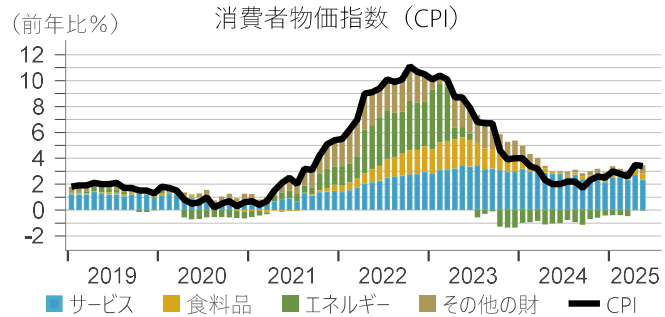
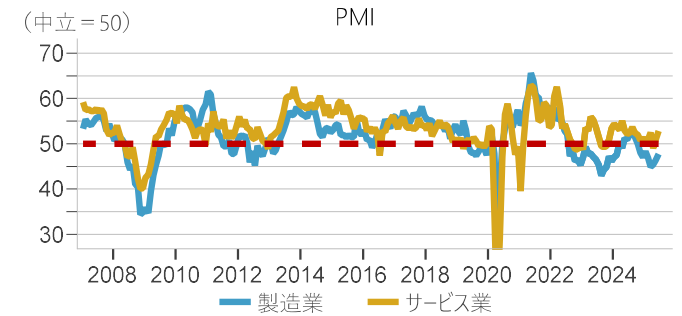
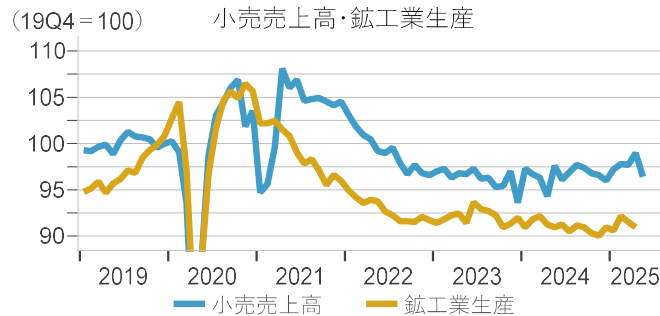
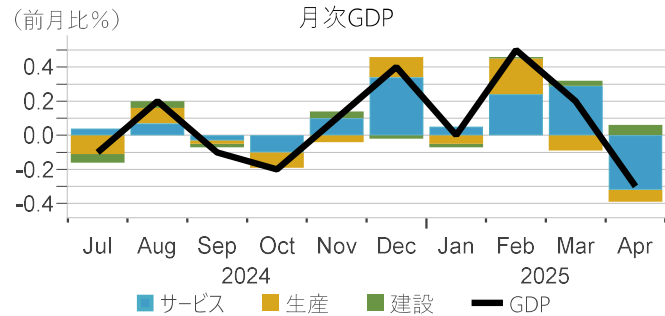


ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス



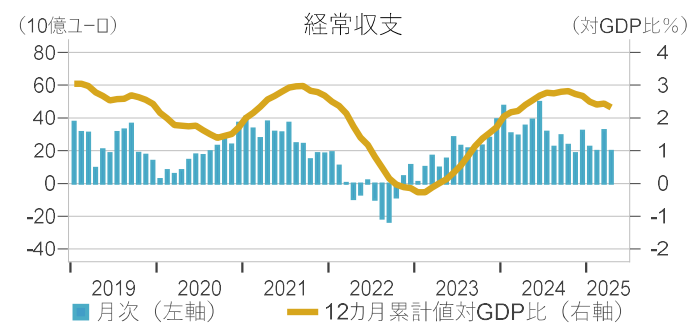
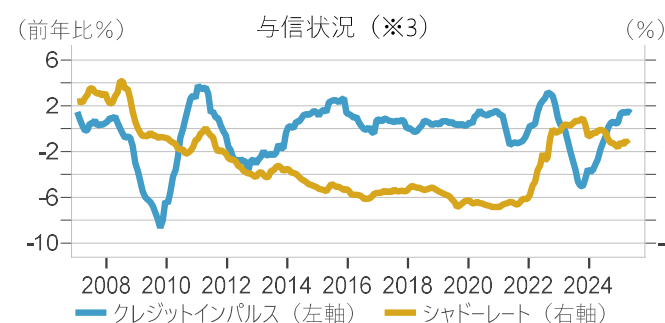
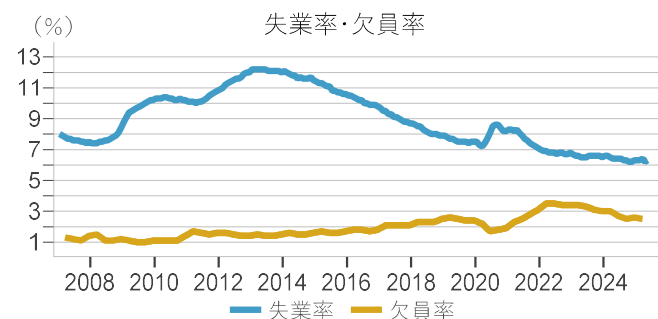
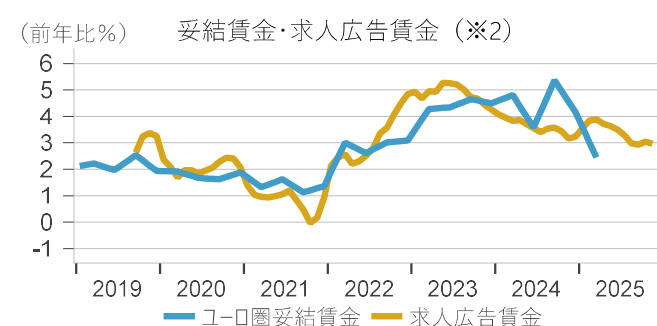
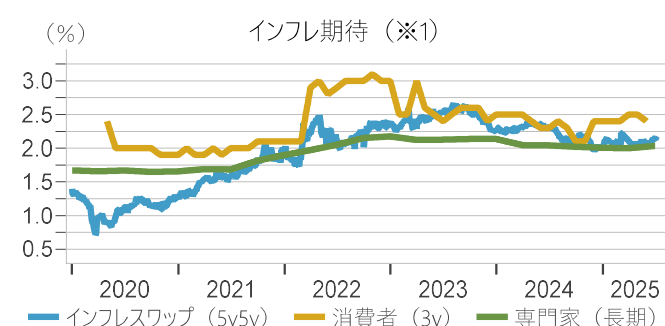
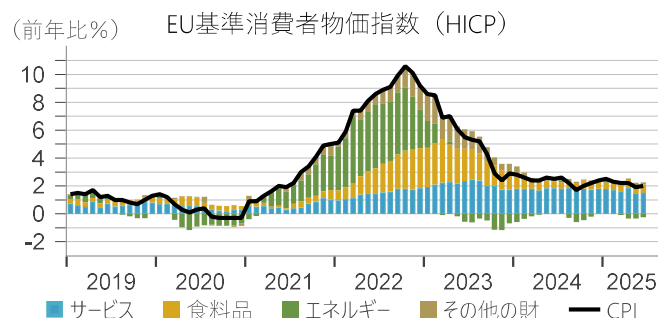
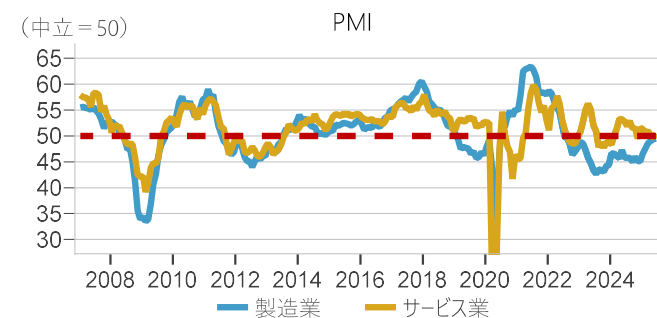
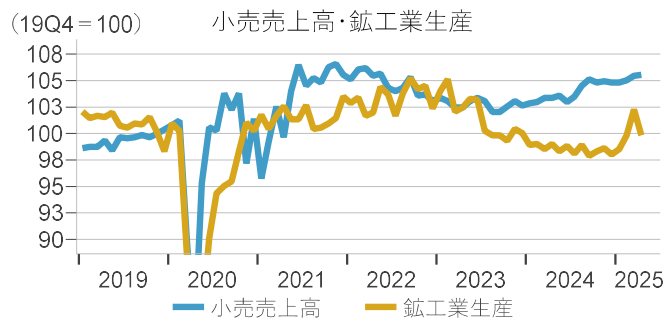
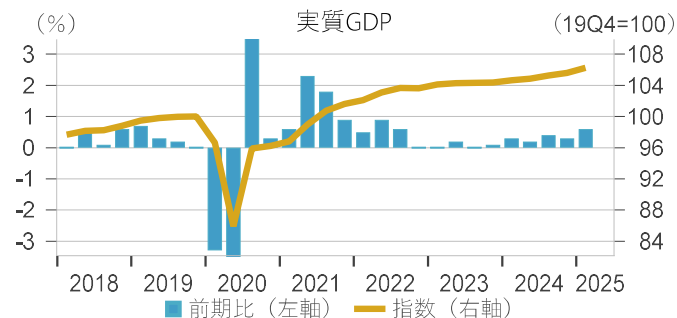
これまでのところ、流動性やドル調達環境には目立った異常が見られない。

英国 主要経済指標



(出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、マクロポンド、みずほ)

ユーロ圏 主要経済指標



※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。

※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。

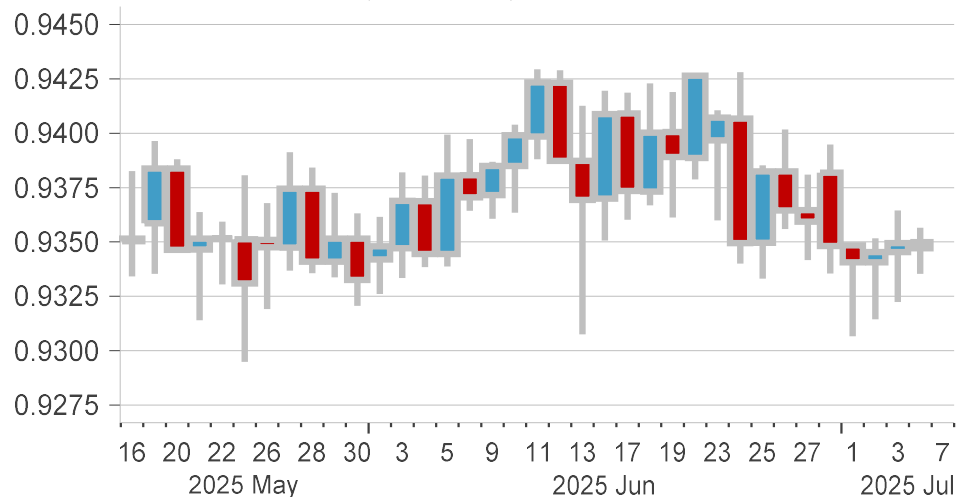
※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。

シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。

(出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



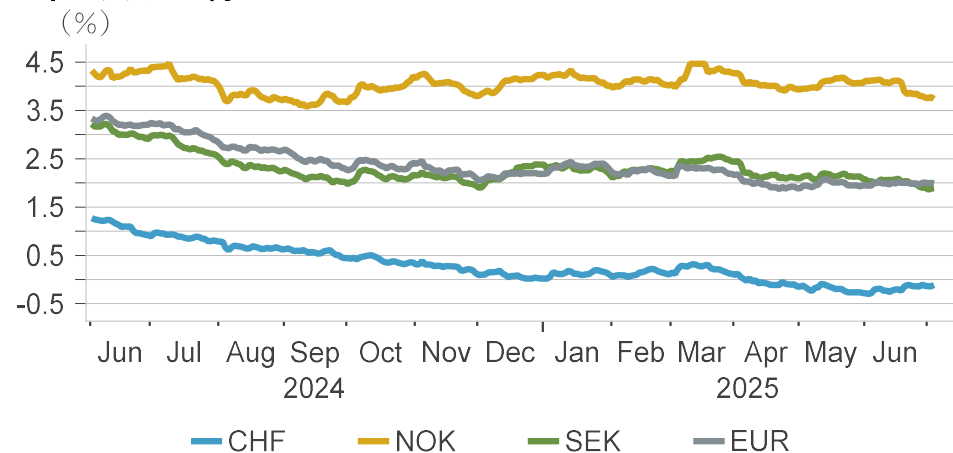
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



スウェーデンクローナ対ユーロ相場 (EURSEK)



2年スワップ金利



MACROBOND

Disclaimer

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you and shall only be used by you in connection with this transaction. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing. For the avoidance of doubt, Mizuho Bank, Ltd. will not provide securities related business, this would be offered by the appropriate entity within Mizuho Securities Co., Ltd. You should ask questions and make inquiries on products and services provided by any Mizuho Group Securities Company directly to the party providing those services.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor. A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation.

Any interest rate for the transactions contemplated in this Presentation (the "Financing") will be determined by reference to an interest rate benchmark. You should be aware of statements made by the UK's Financial Conduct Authority and other international regulators, suggesting that the London Interbank Offered Rate ("LIBOR") and certain other interest rate benchmarks may cease to be published (or be subject to substantial changes or restrictions in use) over the course of the next few years and, in the case of LIBOR, by the end of 2021. In addition, such benchmark rates may cease to be customary for use in the applicable markets and/or may become inappropriate for use in the Financing. Therefore, amendments may be required to the Financing in the future if any such event occurs and you should consider the impact of any future changes to the interest rate under the Financing. Although Mizuho will endeavour to minimise any disruption arising from any such transition, Mizuho cannot give any assurances as to the continued publication or relevance to the Financing of LIBOR or any other benchmark rate or give any assurances as to the likely costs and expenses of any resulting transition. If you are in any doubt as to the impact of these reforms, you are encouraged to seek independent advice.

The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

Within the UK and Europe the email addresses of Mizuho staff indicates which entity they are employed by, e.g. (i) [name]@mizuhoemea.com or [name]@mhcbEurope.com would indicate Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; (iii) [name]@eu.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities Europe GmbH.

Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.

Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.